

日本の「デフレ」と金融政策

三 輪 春 樹

はじめに

第1節 平成不況下の金融政策

第2節 「包括的金融緩和政策」

第3節 なぜ量的緩和なのか？

第4節 量的緩和の「理論」

むすびにかえて

はじめに

リーマンショックの後、金融危機と不況が世界に拡がった。日本経済は実体面における落ち込みが大きく、「デフレ」化が再び懸念されている。そうした状況の中で、日本銀行（以下日銀）の金融政策¹に対する批判が相次いでいる。日銀は現下の経済状況に対応できる政策手段を持っているにもかかわらず適切な金融政策を遂行してこなかった。「デフレの原因は誤った日銀の金融政策にある」というのである。そして批判の矛先は、総裁個人や「日銀貴族」にまで向けられるようになった。

だが、「デフレ」²とされる現下の経済状況は、日銀の金融政策が「適切」であれば対応が可能なもののなかであろうか。日銀の「誤った」金融政策が原因で日本経済は立ちゆかなくなってしまったのか。「デフレ」の原因を正しく掴まなければ、それに対する処方箋も効果を持たないだろう。

われわれは日本経済が「デフレ」現象を呈している原因を探り、今後の日本経済の進むべき道について考えていきたい。そのための作業として、本稿では最近の日銀の金融政策について検討する。2010年10月に日銀は「包括的金融緩和政策」を決定したが、それは量的緩和政策の復活であるばかりか、質的緩和（信用緩和）も含んでおり、金融政策としては問題があることを指摘する。そして質的緩和（信用緩和）に至らざるを得ないのはそもそも量的緩和政策に限界があるからであることを明らかにする。

第1節 平成不況下の金融政策

1 ゼロ金利から量的緩和へ

まず簡単に、バブル経済崩壊後の平成不況下における金融政策の概要を辿っておこう。

バブル経済崩壊後1990年代の日本経済が長期停滞に陥ると、日銀の金融政策は緩和基調が続いた。1991年7月に公定歩合が6.0%から5.5%に切り下げられたのを皮切りに、12回の公定歩合引下げが繰り返され、2001年9月には0.1%になった。この間政策金利目標が無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更されるが、このコールレートは1995年3月に2.25%から1.75%への引下げをはじめ4回の引下げを経て1999年2月には史上最低の0.15%になり、さらに「その後徐々に一層の低下を促す」とされた。いわゆる「ゼロ金利政策」の開始である。背景には、その頃いったんは回復の兆しを見せた日本の景気も、金融危機などがあった1997年には再び落ち込み始め、翌98年はバブル崩壊後最悪の経済状況となったことがある。

その後2000年8月にはゼロ金利政策が一時解除される。アメリカのITバブルの波及で、1999年末には日本でも景況の改善が見えてきたため、翌春にはアメリカのITバブルは崩壊したものの、日本経済はしばらく小康状態が続いていたことなどから、日銀は解除を決定した。消費者物価は当時から前年比で下落を続けており、デフレが続いているとしてゼロ金利政策の解除に反対する政府との間で対立があった。

しかし、ITバブル崩壊の影響で世界的な同時不況が訪れ、2000年末には日本でも景気後退が始まった。このため、早くも翌2001年2月末にはコールレートは0.25%から0.15%に引き下げられ、2001年3月には量的金融緩和が開始され、コールレートは実質的にゼロに低下し、再びゼロ金利政策が始まった。量的緩和政策は、これまでの金融政策の目標であった無担保コールレート（オーバーナイト物）を一定水準に誘導する手法に替えて、資金量を示す「日銀当座預金残高」を一定量にするような手法に変更するものである。この時の量的緩和政策は2006年3月に景気回復を理由に解除されるまで、5年間続くことになる。この間、目標となる日銀当座預金残高は8回にわたって増額され³、2004年には30～35兆円とされ、解除時まで続いた。

さて、住宅バブルによりアメリカ経済が活況をみせると、アメリカへの輸出増加で日本の景気も回復に向かい、「長期の景気回復局面」を迎えることとなった。2005年になると消費者物価の下落は緩やかとなり、2006年に入ると前年比で上昇するようになった。このため日銀は3月、量的緩和政策を解除し、コールレートを概ねゼロ%で推移するよう促すという、純粋なゼロ金利政策に移行した。その後も景気回復が続く物価下落の圧力も低下したとして、7月にはゼロ金利政策の解除が決定された。ゼロ金利政策は5年4ヶ月間続いたことになる。この時も日銀によるゼロ金利政策の解除は時期尚早であるとの批判があった⁴。

2 量的緩和ふたたび

2008年9月のリーマンショック後、日本銀行は景気の悪化に対して積極的な金融緩和を行うと同時に、金融市場の安定化や企業の資金繰り支援のために様々な政策を導入してきた。項目のみを挙げれば次のようになる。

- ① 政策金利の引下げ（無担保コールレート〔オーバーナイト物〕の引下げ）（2008年10月には0.3%、同年12月には0.1%に）

② 金融市場の安定化のための政策（米ドル資金供給オペの導入、長期公債の買入れ額の増額、補完当座預金制度の導入：金融機関保有の超過準備に0.1%の金利を付与）

③ 企業金融を支援するための政策（企業金融支援特別オペの導入、CP 買入れオペの導入、社債買入れオペの導入）

なお、これらの金融政策とは別に金融システムの安定化のために、2009年2月には金融機関保有株式の買入れ措置を再開するとともに、翌3月には金融機関向け劣後特約貸付の供与措置を新たに導入している。

その後、内外景気も回復に転じた2009年春頃からは、緊急的に導入した政策の「出口戦略」の検討が始まり、実際、期限が来たいくつかの政策は打ち切られていった。しかし、「デフレ」の兆候がはっきりし、政府が2009年11月にデフレ宣言を行うと、金融政策でも対応を求める声が強まり、日銀は追加の金融緩和政策（固定金利方式の共通担保資金供給オペ：09年12月決定）や民間企業の設備投資支援のための政策（成長基盤強化を支援するための資金供給：2010年6月決定）を導入した。

しかし、10年夏からは円高が進行し、それに伴う景気減速への対応も求められるようになる。9月15日には約6年半ぶりに円売りドル買い介入が行われたことを受けて円安が進むが、それも一時的で再び円高が進行した。そのため円高阻止やデフレからの脱却を目指して、日銀は10月5日に追加の金融緩和に踏み切った。政策金利を0.1%から0～0.01%に引き下げるゼロ金利政策を、中長期的な物価安定が展望できるまで継続する時間軸政策とあわせて採用した。また、国債に加えCP、ETF（指数連動型上場投資信託）、REIT（不動産投資信託）を対象にした、5兆円の資産買い取りも決定した。「包括的金融緩和政策」である。

この政策は、3度目のゼロ金利政策であり、量的緩和政策の復活であるばかりでなく、以前にも増して新たな「質的」な変化を含んでいると言わなければならない。

第2節 「包括的金融緩和政策」

1 「包括的金融緩和政策」の実施

10月5日発表の日銀の「『包括的金融緩和政策』の実施について」という文書は次のように述べている。

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を一段と強力に推進するため、以下の3つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施することとした。

（1）金利誘導目標の変更〔全員一致〕

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す（公表後直ちに実施）。

（2）「中長期的な物価安定の理解」に基づき時間軸の明確化

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢に

なつたと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件とする。

(3) 資産買入等の基金の創設

国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）など多様な金融資産の買い入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討する。このため、議長は、執行部に対し、資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した。

そして、3. では次のような注記を加えている。

3. このような情勢判断を踏まえ、日本銀行は、以下のとおり、金融緩和を一段と強力に推進することが必要と判断した。

第1に、実質ゼロ金利政策を採用していることを明確することとした。

第2に、物価の安定が展望できる情勢になつたと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続するとともに、その際の判断基準が「中長期的な物価安定の理解」であることを確認した。

第3に、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくこととした。

2 「異例の措置」

この日、日銀が決定した3つの措置のうち前二者はこれまでの政策でもみられたものだが、第三の柱である資産買い入れ等の基金の創設は、日銀自身が認めるように「中央銀行にとって異例の措置」である。そのことは、日銀の政策発表時に、その公表文の「3.」においてさらに次のような説明を加えさせることになった。

こうした措置は、中央銀行にとって異例の措置であり、特に、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買い入れは、異例性が強い。この点を明確にした上で、市場金利やリスク・プレミアムに幅広く働きかけるために、バランスシート上に基金を創設し、多様な金融資産の買い入れ、およびこれと同じ目的を有する固定金利方式・共有担保供給オペレーションを行うことが適当と判断した。このうち、基金による長期国債の買い入れは、現行の長期国債買入とは異なる目的のもとで、臨時の措置として行うものである。このため、基金による買い入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債と区分の上で、異なる取り扱いとする。

だが、ここには重大な問題があると言わざるを得ない。基金の規模は、買入資産のためのそれと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションのためのそれとを合わせて、35兆円程度にのぼるとされているが、これは量的金融緩和政策のピーク時の日銀当座預金残高供給の目標値に匹敵するものである。ゼロ金利政策とともに量的緩和政策が復活されたとみてよい。

しかし、看過できないのは、量的緩和にとどまらず質的緩和が織り込まれている点である。日銀がETFやREITのリスクのある資産を購入することは、日銀のバランスシートに損失を発生させる可能性を含んでいる。その場合、日銀の国庫への納付金の減少を通じて、国民の負担が増加するわけで、こうした措置は財政政策としての側面を持つ。基金を創設して区分したことで、財政政策と金融政策との境目を付けようとしたことは分かるが、日銀の政策が財政政策に一步踏み込むことになったことは否めない。これは「量的緩和」そのものの限界を表すものに他ならないが、その点の検討は後に譲ろう。

さて、日銀はたんなる「量的緩和」にとどまらずリスク資産の購入に走ったわけだが、これは日銀の通常業務の範囲外である。日銀法が第35条で規定している可能な通常業務の中には、「商業手形その他の手形（日本銀行の振出しに関わるものを含む）又は国債その他の債券の売買」が例示されているのみだからである。ただし、日銀の目的達成上必要な場合において、「財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、この限りではない」（第43条）ともされており、今回は「日銀法上の認可取得を条件とする」措置であることが言及されている。もっともこの規定が使われたのは今回が初めてではなく、金融機関保有株式の買入措置導入（2002年9月）、その再開（2009年2月）、金融機関向け劣後特約付貸付の供与措置の導入（2009年3月）でも使われた。ただこれらの場合は、いずれも「金融システムの安定」のために銀行等の保有する株等を買入れるもので、今回のような金融政策ではなかったのが異なる。

3 長期国債の買入れ

また、「基金による長期国債の買入れは、現行の長期国債買入とは異なる目的のもとで、臨時の措置として行うものである。このため、基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債と区分の上で、異なる取り扱いとする。」としている点にも問題がある。従来の長期国債のオペは経済成長に伴う銀行券の需要増加に対応してなされてきたものであり、買入れた国債は基本的に安定的に保有するものとしている。このため、長期国債の保有残高は銀行券発行残高を上限とする「銀行券ルール」が設けられている。ところが今回の基金による長期国債の購入は、長めの市場金利の低下を促すためのもので、臨時異例の措置であることを明確にするため、基金に分別管理すると説明されている⁵。しかし、長期国債の買入れを従来のルールの枠外とすることは、今後財政資金の調達的手段にならないとも限らない。財政法第5条は国債の日銀引き受けを禁止している。それは政府が日銀の国債引き受けに頼り、安易な財政運営に陥ったり、過度なインフレーションを引き起こしたりしないようにとの歯止めをかけているのである。今回の措置は、日銀の直接引き受けではなく迂回的であるにしろ、日銀がそうした財政資金供給に踏

み込んだことを意味する⁶。

日銀当座預金残高は、現在（2011年1月末）18兆円強で、法定準備預金額の7.4兆円を大幅に上回っている⁷。その意味で量的緩和は実現されている。その上でその規模を前回の35兆円程度にまで拡大するためのフリーハンドが与えられているわけである。そしてその規模拡大のためには、長期国債の購入上限を組替え、購入資産の範囲をあえて国家財政に負担を与える可能性のあるETFやREITにまで拡大するとしたのである。三度目のゼロ金利導入にあわせて採られたこれらの措置は、「量的緩和」復活と同じ意味を持つものであるといっていよいが、さらに新たな「質的緩和」を狙ったもので、重要な政策内容の変換を含んでいると言わざるを得ない。

ではなぜこうした変更がなされてきたのだろうか。デフレ対策とされた「量的緩和」が、もともと根拠の明らかな政策であるため、デフレ対策のためには財政政策に深く踏み込む「質的緩和」が必要になってくるのである。続けて「量的緩和」の意義、あるいは限界について検討することにするが、その前になぜ量的緩和政策が採られたのか、量的緩和政策の採用の背景について考えたい。

第3節 なぜ量的緩和なのか？

1 量的緩和政策

すでに触れたように日銀は2000年8月にゼロ金利政策を一時解除した。政府をはじめ、デフレ状況は改善されていないとして反対する声も強かったが、それを押しきる形での解除であった⁸。しかし、アメリカのITバブル崩壊の影響が日本にも及び景気後退が始まると、日銀の政策決定に対する批判が強まり、日銀は翌2001年2月には無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.15%に引き下げ、ロンバート型貸出制度を新設し、3月には一層の金融緩和を進めるため量的緩和政策を導入したのであった⁹。

ゼロ金利政策を採用することは、中央銀行がこれ以上の金利を目標とした金融緩和ができなくなることを意味する。そのため従来の金利を目標にした金融政策が無効化する。クルーグマンいうところの流動性の罫である。ここでさらに金融緩和する場合には、貨幣量を目標とした量的緩和や将来の金融緩和を約束する政策など非伝統的な政策を採用することになる。ゼロ金利政策は政策金利をゼロと定めたという点では過去に例を見ないもので非伝統的金融政策であったが、それを実現する手法は従来の金融政策のそれであった。これに対して量的緩和政策は、目標を無担保コールレートから日銀当座預金残高に変更するもので非伝統的金融政策とされる。すなわち準備預金制度で保有が義務づけられている水準をはるかに超える規模の日銀当座預金残高を目標値として設定し、それを達成するために預金取扱金融機関に対して準備を潤沢に供給することを指す。政策決定時に日銀は次のように説明していた。

①金融市場調節の主たる操作目標を、無担保コールレートから日銀当座預金残高に変更し、所要準備額を大幅に上回る資金を供給する。

②前記の潤沢な資金供給を、消費者物価指数（生鮮食品を除くコアCPI）の前年比上昇率が安定

的にゼロ以上となるまで継続することを約束する。

③資金供給を円滑に行うために必要と判断される場合には、銀行券の発行残高を上限として、長期国債の買入れを増額する。

日銀当座預金残高の目標値は、当初の5兆円（法定準備預金額は4兆円強）から、次第に引き上げられて、最終的には30～35兆円とされた（2004年1月）。市場金利は結果的にゼロ近辺に張り付いた（無担保コールレート〔オーバーナイト物〕0.001%）が、ゼロ金利そのものを目標とするゼロ金利政策とは性格が異なる。

量的緩和政策の導入による効果としては、①直接的な効果とされるマネーサプライ¹⁰の増加や、日銀の声明にも含まれている、②政策の継続を約束することで市場の期待に影響を与えて中長期金利も引き下げる効果（時間軸効果）があるが、その他にも、③金融機関が過剰な準備を抱えることによって自己のポートフォリオを多様化することを促す効果（ポートフォリオ・リバランス効果）、④大量の準備の存在が金融機関の流動性不足懸念を払拭し、金融システムの安定化に寄与することなどが挙げられていた。

2 なぜ量的緩和なのか？

しかし、実証研究によればデフレ対策としての効果はさほど見られなかったという。このうち①マネーサプライの増加や③ポートフォリオ・リバランス効果はみられず、②時間軸効果と見られる現象がやや観測された程度である。ただ、コール市場が機能しなくなる中で資金をいつでも調達できる手段として機能し、金融機関に安心感を与えた④の金融システム安定化では成果があったというのが一致した評価である¹¹。成果から見れば、量的緩和政策の一番の目的は「金融システム安定化策」ではなかったのかと考えたくなる。実際、2000年代中頃に金融機関の不良債権問題解決にめどが見えて、金融危機を克服した段階で量的緩和政策は解除されている。

1990年代以降の日本の金融政策の特徴は金融システム安定化策としての実体を持っていたことである。田中はこの時期（2005年まで）の金融政策は「ブルーデンス政策（信用秩序維持政策）を肩代わりせざるをえなかった」¹²としている。そもそも「90年代半ばのゼロ金利（に近い）状態は、必ずしもデフレ脱却を目的に実施されたものではなかった」¹³とも言われている。当時、多くの金融機関は自力では償却できないほど過剰の不良債権を抱えていたにもかかわらず、政府は資本注入など抜本的な金融健全化策や大規模な破綻処理を果敢に行うことができなかった。そうした中で金融機関の「債務超過を露呈させずに現状維持を続けるためには名目金利をゼロに設定せざるを得な」かったのである。金融システム安定化のための諸施策が整備されていないという状況はその後とも変わらず、90年代末、あるいは2000年代初頭のゼロ金利政策や量的緩和政策導入の背景をなしている。そのような状況の中で何度か金融不安が高まると「これを鎮める手段として残されていたのは、総需要調整策としての金融政策と財政政策であった」「破綻金融機関や、過小資本金融機関への対応の枠組みが不十分であったブルーデンス政策は、このような下支えを受けながら、次第に整備されて行ったのだった」¹⁴。

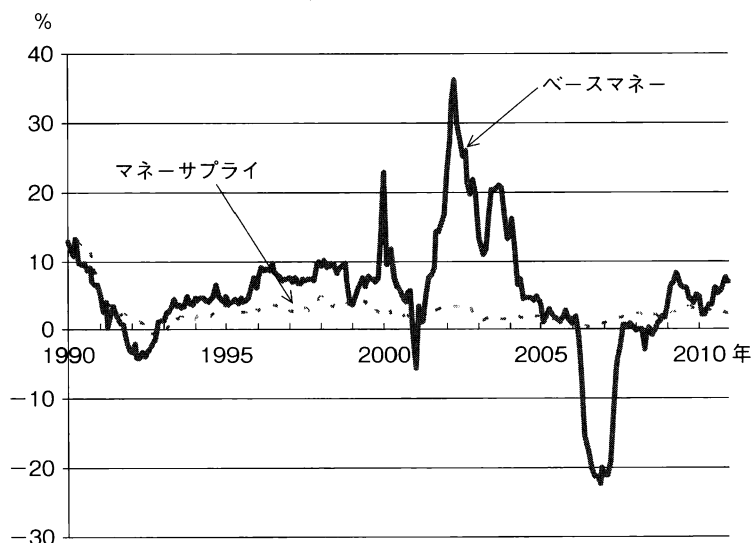
金融機関が相互に短期資金の過不足を調整しあう場であるコール市場は、ゼロ金利政策の下では性格を変える。日銀当座預金には利息は付かないが（現在は一部に利子が付く）リスクはない。したがって無担保でただ同然の利息でリスクのある金融機関相手に運用するインセンティブに欠ける。結果として準備預金に超過準備が生まれる。「長い間、日本の金融機関は超過準備を保有することを極端に嫌がっていた」。超過準備は「資金繰りの失敗を意味するため」で、超過準備の回避はディーラーの規律の問題でもあった¹⁵。超過準備の発生はこの規律を失わせ、コール市場はディーラーの運用実績を競う場ではなくなった。さらに量的緩和政策によって日銀当座預金に大量の超過準備が供給されるようになると、短期資金の取引は大幅に減少し、コール市場の機能は麻痺してしまった¹⁶。すると金融機関にとっては必要な時に短期資金を手当てできないというリスクが高まるが、替わって日銀が短期資金供給機能を果たしている。なお金融危機の不安が残る中で、日銀における大量の超過準備の存在は、金融機関にとって短期資金供給制約を取り除いてくれるもので、金融システムの安定化に寄与したのである。

では、この金融システムの安定を金融緩和の理由として、表立って掲げられないのはなぜか。田中は「そもそも金融政策（マネタリー政策）の目的の中に、金融システムの安定は含まれていないからだ」¹⁷という。金融政策の目的は「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」（日銀法第2条）にある。この目的と金融システム安定化を図る手段とが矛盾したりすることはないのである。そもそも量的緩和は金融政策なのだろうか¹⁸。

3 マネーサプライは増加したか？

量的緩和政策はマネーサプライの増加をもたらさなかったと述べたが、その点を確認しておこう。図1はベースマネーとマネーサプライの変化率（前年同月比）を表したものである。

図1 ベースマネーとマネーサプライの変化率



出所：日銀データベースより作成。

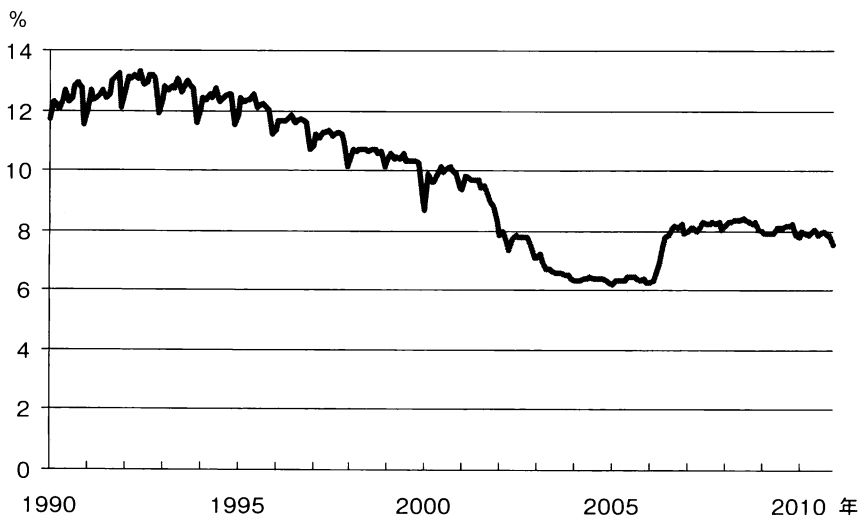
まず、量的緩和政策の導入により国債の買いオペを進めたことでベースマネーは着実に増加した。しかし、マネーサプライ（ここではM2+CD、のちM2）¹⁹はあまり増加していない。増加率でみればベースマネーのそれが急上昇し2002年には30%を超えることもあったのに対し、マネーサプライの増加率は以前と変わらず低迷したままである。逆に2002年末からは1%台と、政策導入前よりも低下している。

また、06年3月には量的緩和政策の解除が決定され、その後ベースマネーは急激に減少、20%の減少率を示すこともあった。にもかかわらずマネーサプライは、いくらか増加率が下がったものの減少することではなく、プラスのままであった。2010年の今回の措置によるベースマネーの増加の際も、マネーサプライにそれに伴う変化は生じていない。

量的緩和政策の効果を説く場合には、貨幣乗数（＝マネーサプライ／ベースマネー）一定の前提が措かれている。しかしベースマネーの増減とともに大きく変化しているのは貨幣乗数であって、マネーサプライには影響が及んでいない（図2）。ベースマネーの増加は貨幣乗数の下落をもたらただけであった。量的緩和政策の下では、金融機関の日銀当座預金に超過準備が生まれ、準備金／預金の比率が急上昇し、貨幣乗数が急下落したのである（図3）。図中、法定準備預金額を超える準備預金残高が超過準備で、日銀当座預金残高と準備預金残高の差額は、証券会社、証券金融会社、短資会社など準備預金非適用先の当座預金である。

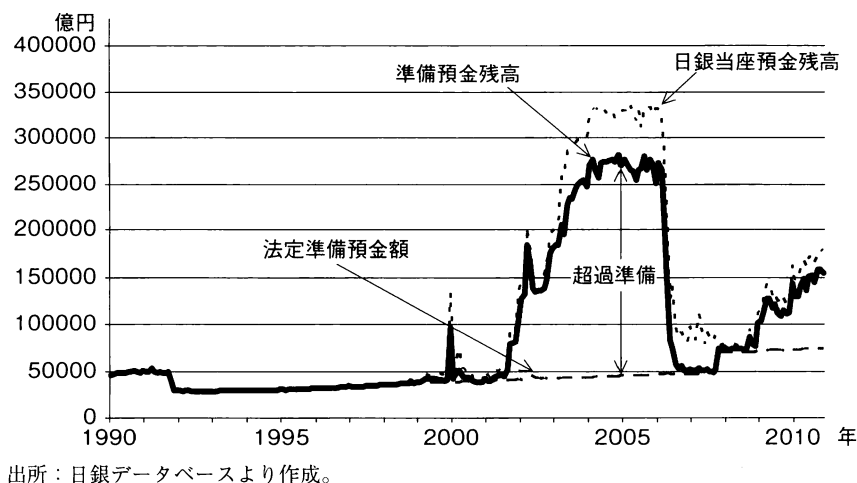
マネーサプライはベースマネーとは別の要因で決定され、ベースマネーの増減は貨幣乗数の変化で吸収されているとみななければならない²⁰。

図2 貨幣乗数



出所：日銀データベースより作成。

図3 日銀当座預金残高



第4節 量的緩和の「理論」

1 マネーサプライはなぜ増加しないのか？

量的緩和論は、単純な貨幣数量説、貨幣乗数理論に立っている。量的緩和論が想定するデフレ脱却の道筋は、ベースマネー増加→マネーサプライ増加→物価上昇というもので、前者の過程で貨幣乗数理論が、後者では貨幣数量説が前提されている。しかし、いずれも直感には訴えるものがあるが、検証に堪えるものではない。

貨幣数量説は、

$$MV=PT \quad (M: \text{貨幣量}, V: \text{流通速度}, P: \text{価格}, T: \text{取引量})$$

という方程式で表されるが、これは恒等式であって、因果関係を表すものではない。そればかりか貨幣は流通手段としてのみ考えられており、蓄蔵など貨幣の諸機能を考慮に入れていない。あるいは（蓄蔵などによる）流通速度の低下を考慮に入れられた場合にも、「それでも、価格が下がらないように、また生産も下がらないようにするためには、貨幣ストックを増やすしかありません」²¹というように、あくまで原因としか捉えられていない。

もう一つは貨幣乗数理論である。ベースマネーである日銀の当座預金はマネーサプライの元になると単純に前提され、その増加はマネーサプライの増加をもたらすとされる。岩田（2001）は、ゼロ金利の下での貨幣供給量増加の一つの手段として「長期国債買い切りオペの増額」を挙げ、それにより、「返済の必要のない日銀当座預金を銀行が保有すれば」、それを基礎とし、貸出しを増やしたり、証券投資を拡大したりする可能性が高まり、貨幣の供給量も増えるという²²。いわゆるポートフォリオ・リバランス効果論である。

まず、貸出しが増えるかどうかはきわめて疑問である。日銀当座預金が増えれば銀行が貸出しを増加できる余地は広がる。しかし、実際に銀行が貸出しをするかどうかは、銀行側に貸出しを抑え

なければならない事情がなく、リスクに見合った金利が得られる貸出し先がどれだけあるかによる。そしてもしそのような貸出し先があるとすれば、貸出し増加額のわずか1%程度の日銀当座預金が必要になるだけであり、30兆円にのぼる超過準備は必要のないものである。銀行は信用創造機関であり、現在の貨幣の大宗を占める預金通貨の創造機関である。銀行が、企業に貸出しを行うに当たって、事前に資金を準備する必要があるわけではない。企業がその銀行に保有する口座に、新たに預金を設定する形で、貸出しを行うだけの話である。（自己資本比率規制の問題をおけば）1兆円の準備が増えた場合、法定準備率の平均を1%とすれば、その逆数である100倍の100兆円の貸出しが可能になるわけである。30兆円（04～05年の準備預金のピーク）なら3000兆円である。しかし、自己資本比率規制の下では貸出しや証券投資などリスクアセットの量は、自己資本の12.5倍（8%の場合）までに制約される。田中（2009）の試算によれば、この時期の民間信用500兆円弱は、預金取扱金融機関の自己資本合計額40兆円の12.5倍にあたる500兆円とほぼ見合っている²³。民間銀行の与信は自己資本との関係からいえばそれ以上拡大できず、そのため大量の超過準備が発生したことになる。逆に与信拡大のためになら、無意味であり、不要であったと言わざるを得ない。

証券投資も同じである。銀行が「長期国債を、市場から調達して補充したり、CPや、社債や、株式など購入したりする可能性」²⁴はたしかに大きくなる。銀行がそうした証券を購入しうる余地は広がる。しかし各資産の保有高は、銀行のリスク管理上おのずと制約があるだろう。しかも資産保有を増加させる場合にもわずかの準備金が必要になるだけなのである。岩田は「銀行が、証券会社から国債を購入する場合には、その代金を証券会社が持っている銀行の預金口座に入金する。したがって、銀行が国債などの証券を購入する場合にも、貸し出し同様に預金が増える。」²⁵としているのだが、入金は銀行が預金を設定するだけの話だから、この場合も法定準備は1%あれば足りる。もちろん預金が引き出されたり、他行の口座に振り替えられたりした場合には、日銀当座預金の減少が生じる。しかし他方で、預金の受入れや、他行の口座からの振替えもあるであろうから、そのことが当座預金の超過準備を必要とするものでもない。

2 銀行は信用創造機関である

日銀の買切りオペにより当座預金が増えると銀行のマネーサプライが増えるというポートフォリオ・リバランス効果論は、銀行が資産のうちの日銀当座預金を他の資産（貸出しや国債・他の証券）に置き換えてリバランスすると考えるわけだが、そこには資産の総額は負債（預金+自己資本）に制約されるとの前提がある。銀行は受け入れた預金を貸出しや他の資産購入に充てる、金融仲介機関であると見なすのである。

これに対して筆者らはこれまでも、銀行は預かった預金を貸し付けるたんなる金融仲介機関ではなく、「積極的に信用（銀行券・預金）で貸し付ける信用創造機関であること」²⁶を強調してきた。通説的な信用創造理論は金融仲介機能で銀行の信用創造を説く。つまり、本源的預金を元に一部を準備金として手元に置いた上で貸出しを行い、それが支払いに充てられて再び別の銀行の預金となり、新たな貸出しの元になる。預金と貸出しの繰り返しで、銀行群全体では本源的預金の乗数倍

(準備率の逆数倍)の預金創造が可能になるとされる。こうした説き方には別稿ですでに指摘したように問題が多いが、ここでの論点との関連でいえば、銀行の貸出が預金設定の形でなされるということが看過されている点が問題になる。銀行は預金設定(=預金通貨という信用貨幣の発行)により貸出しや国債・他の証券の購入ができる。その意味で無から有を生じさせることができる、創造機関なのである。

マネーサプライの増加を日銀の責任と考える場合、次のような想定がある。人々がまず現金を手にし、その銀行への預金と引出し・支払いを繰り返す。マネーサプライのうちの預金通貨の増加もまずは日銀券など現金による預金の増加から想定されている。信用乗数の低下は、ゼロ金利の下では人々が預金よりも現金保有を増加させるためであって、「信用創造のプロセスはそこで漏れが発生」することから説明される。あるいは「人々がモノよりお金(紙幣=印刷された紙)を欲しが」る²⁷ためデフレが生じるとされる。こうした状況で求められるのはまず日銀券の増加ということになる。日銀券増加→銀行預金増加→マネーサプライ増加と考えるのである。

しかし、議論の出発点にある銀行券はどのようにして人々の手に渡ったのか。日銀券の増発は日銀ひとりが勝手にできることではない。銀行預金が日銀券で引き出され、それを補う形で銀行が日銀当座預金を引き出すことによって、日銀から市中に出回るのである。そして銀行預金は銀行が貸出しを増やすことによって増加する。要するにマネーサプライが伸びないのは銀行の貸出しが伸びないからなのである。その背景には投資のための資金需要が増えない現状がある。

3 なぜ投資が増えないのか？

最近の著作では岩田(2009)は次のように述べている。「トービンの限界 q (企業の投資計画を反映した株式時価総額を計画投資額で割った値)が1より大きければ設備投資を実施し、1より小さければ設備投資を実施しない」としたうえで、日銀の国債買いオペでベースマネーが増加すれば、銀行は貸出しや証券投資のいずれか、あるいはその両方を増やす。貸出しが増えない現下の状況では銀行は、政府または市中から国債を購入し、マネーサプライが増加、その一部は株式の購入に向かうであろうから株価を引き上げる。これによりトービンの限界 q が上昇し、企業の設備投資を促す、と²⁸。

新たな問題が2つある。銀行にとって政府からの国債購入は、市中からの購入と異なり日銀当座預金の減少につながる。したがって当座預金が多いほどやりやすくなる。政府が国債発行で調達した資金で財政支出を行えばマネーサプライは増加する。が、これは効果から見れば日銀引き受けによる赤字国債の発行と同じである。国債消化策であり財政政策に深く立ち入るものとなり、その是非が問われるところである。

もう1つは、増加したマネーサプライの一部が株式の購入に向かうであろうから株価を引き上げ、トービンの限界 q が上昇し、企業の設備投資を促す、という点である。林原(2010)は企業の投資を促すためには、「当該投資が生む予想キャッシュフローを大きくするか、投資の資金調達の資本コストを低くするか、あるいはその両方が必要であるが、……さらなる金融政策でそれらを達成

できる余地は大変限られている」²⁹という。企業は販売数量の増加が見込まれないために新規投資に踏み込めないでいるのであって、企業は今、むしろ、資金余剰でありそれを有利子負債の返済に充てている。魅力的な新規投資機会が相対的に少なく、確実に有利子負債を減らした方が、企業価値を高められると判断したからである。

金融政策が資金調達面でできることは限られているのであり、企業の投資を積極化させるための十分な環境づくりこそが求められている。「デフレ」脱却もそこに懸かってくるわけであるが、その点の検討は別稿に譲りたい。

要するに量的緩和は金融政策としての効果が疑わしい政策なのである。それに「デフレ」脱却の期待を掛けるとなると、たんなる量的緩和にとどまらずリスク資産の購入や長期国債の買い切りにまで行き着かざるを得ない。これらの政策は第2節で見たように財政政策にかなり踏み込んだものである。こうなるとマネーサプライ増加の確実な方法として日銀による国債直接引受けまで念頭に浮かぶようになる。

むすびにかえて

日銀当座預金残高の目標の積上げにはたして意味があったのか。目標額は最終的には30～35兆円とされた。実際に必要とされる日銀当座預金の額は5兆円程度と言われるから、30兆円近くの超過準備を抱えたことになる。そのこと自体が「デフレ」対策としての量的緩和政策の無意味さを物語っていると言わざるを得ない。

しかしこの超過準備は金融システム安定化策としては意義があった。日銀は膨大な不良債権を抱え、いつ危機に陥るともしれない銀行に対し、コール市場に替わって潤沢な資金を提供したのである。つまりこの時期の金融施策は本来金融安定化政策が担うべき役割をも兼ねていた。そしてこの金融政策の支えを受けながら次第に金融システム安定化策が整備されていった。

金融システム安定化策としての量的緩和を、デフレ対策のための金融政策として行ったともいえる。ただ、付けは回る。不良債権処理をほぼ終えて金融不安から解放され、日銀が量的緩和を解消した途端、世界不況の波が押し寄せた。デフレ基調が顕著になる中、今度はデフレ対策としての量的緩和が日銀に求められたのである。デフレ対策として為すところを失ってしまった政府からの強いバッシング、同調する学者たちからの日銀批判。量的緩和がデフレ対策として効果のないことは、前回すでに実証済みのはずである。無理なものをデフレ対策に使おうとするから、限りなく財政政策に近くなる。

デフレ対策として、日銀は何ができ、何ができないのかをもう一度議論すべきであろう。

注

- 1 金融政策をここでは物価の安定＝貨幣価値の安定のための政策とする。広義では金融システム安定化のための施策（いわゆるプルーデンス政策）を含んで用いられることもあるが、本稿の主題は両者を峻別すべきであると言う点にあるからである。
- 2 デフレとは何か。また、現状がデフレなのかどうか。いずれも検討を要する点であるが、ここでは「デフレ」をとりあえず一般的に言われるように「物価水準の継続的下落」の意味で用いること

にする。

- 3 この他に、日本郵政公社発足に伴う技術的調整が行われている（2003年3月）。
- 4 しかし、2006年8月のCPI基準改定により2005年を基準年とすると2006年1月・4月がマイナスだったことが明らかとなり、金利上げが時期尚早だったという批判もでた。
- 5 10月5日の白川総裁の記者会見における説明。『日本経済新聞』。
- 6 金融政策決定会合において、「ファイナンスを目的とするものとの誤解を招きかねない」との理由で反対票を投じた委員がいたのも当然であろう。
- 7 小林（2010），p. 3。
- 8 日銀は2011年1月27日に、ゼロ金利解除時前後の政策委員会・金融政策決定会合の議事録を公開した。8月の会合では当時の速水総裁が、政府の議決延期請求を日銀の自主性を理由に退け、「デフレ懸念の払拭が展望できる」とし解除に慎重な2名の委員の反対を押しきって決定がなされた様子が、議事録からは浮かび上がってくる。
- 9 加藤（2001）は量的緩和政策の導入を、ゼロ金利解除の「責任を問われ、追いつめられた」日銀が「これまで公式に否定し続けた政策をほとんど飲み込んで見せた」「政策の論理的整合性を常に重視してきた従来の日銀からは考えられない『大転換』であった」と評している。
- 10 現金と預金の合計。2008年にマネースtockに名称変更された。ただし、本稿では統一性を保つため、マネーサプライの語を用いる。
- 11 湯本（2010），p. 119。小川（2004）pp. 13-14。原田（2004），p. 18。
- 12 田中（2008），p. 7。
- 13 小林（2004），p. 34。
- 14 田中（2008），p. 9。
- 15 加藤（2001），p. 44
- 16 加藤（2001）p. 17。加藤は2001年の量的緩和政策導入でコール市場が「壊れた」としている。ただし、ゼロ金利政策の下でも銀行の準備預金に超過準備が発生し、準備預金の積み進捗ペースが無意味となっていた。その意味ではコール市場の変質はすでに始まっていたといえる。
- 17 田中（2008），p. 15。
- 18 服部（2007）は、量的緩和政策が金融システムの安定性をもたらしたというが、「これは単なる政策割り当ての間違いである」。「金融危機の原因は不良債権問題であり、それにともなう自己資本の毀損である。これに対する対策は自己資本不足に陥った銀行に対する資本注入である」（p. 14）という。
- 19 ここではM2 + CDをとる（2008年4月まで）。5月からはマネースtockのうちM2をとる。
- 20 批判派から見れば、マネーサプライの十分な増加につながるほどのベースマネーの供給が未だなお為されていないということになる。
- 21 高橋（2010），pp. 11-12。
- 22 岩田（2001），p. 331。他でも同様の説明がされている。例えば、小川（2004），p. 10。ただし、前述のように小川は実際にはその効果はなかったとしている。
- 23 田中（2009），p. 269。
- 24 同上。
- 25 岩田（2001），p. 325。
- 26 三輪（2002），p. 61。また、三輪（2004）。
- 27 上念（2010），p. 7。
- 28 岩田（2009）。
- 29 林原（2010），p. 18。

参考文献

- 池尾和人（2010）『現代の金融入門』筑摩書房
- 岩田規久男（2001）『デフレの経済学』東洋経済新報社
- 岩田規久男（2009）『日本銀行は信用できるか』講談社
- 小川一夫（2004）「量的緩和政策をめぐる議論を検証する」『経済セミナー』第593号（2004年6月），日本評論社，所収
- 翁百合（2010）『金融危機とプルーデンス政策』日本経済新聞出版社
- 片岡剛士（2010）『日本の「失われた二十年」』藤原書店
- 加藤出（2001）『日銀は死んだのか？』日本経済新聞社
- 小林慶一郎（2004）「量的緩和政策とデフレ」『経済セミナー』第593号（2004年6月），日本評論社，所収
- 小宮隆太郎・岩田規久男（2002）『金融政策論議の争点』日本経済新聞社
- 上念司（2010）『デフレと円高の何が「悪」か』光文社
- 高橋洋一（2010）『日本経済のウソ』筑摩書房
- 建部正義（2009）「金融危機下の日銀の金融政策」『経済』2009年9月号，所収
- 建部正義（2010）『金融危機下の日銀の金融政策』中央大学出版部
- 建部正義（2011）「最近の日銀の金融政策を憂う 民主主義社会の中央銀行のあり方」『経済』2011年1月号，所収
- 田中隆之（2008）『「失われた十五年」と金融政策』日本経済新聞出版社
- 田中隆之（2009）『金融危機にどう立ち向かうか』筑摩書房
- 田中秀臣（2010）『デフレ不況 日本銀行の大罪』朝日新聞出版
- 服部茂幸（2007）『貨幣と銀行—貨幣理論の再検討—』日本経済評論社
- 浜田宏一・原田泰・内閣府経済社会総合研究所（2004）『長期不況の理論と実証』東洋経済新報社
- 浜田宏一・若田部昌澄・勝間和代（2010）『伝統の教授に学べ！ 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社
- 原田信行（2004）「量的緩和政策の効果に関する実証的検討」『経済セミナー』第593号（2004年6月），日本評論社，所収
- 原田泰・岩田規久男（2002）『デフレ不況の実証分析』東洋経済新報社
- 原田泰（2004）『デフレはなぜ怖いのか』理想社
- 三輪春樹（2002）「電子マネーの『貨幣論』」『東海大学総合教育センター紀要』第22号（2002年3月），所収
- 三輪春樹（2004）「電子マネーの創り方」『21世紀アジア学会紀要』第2号（2004年3月），所収
- 湯本雅士（2010）『サブプライム危機後の金融財政政策』岩波書店
- 林原行雄（2010）『「デフレ」は金融政策では脱却できない』『国際金融』1218号，所収